

**ANALISIS RETURN SAHAM, ABNORMAL RETURN DAN TRADING
VOLUME ACTIVITY TERHADAP PENGUMUMAN MERGER DAN
AKUISISI (Study Kasus Pada Perusahaan Yang Terdaftar
di Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2014)**

Oleh:

Nurul Qomariah

Pembimbing: Haryetti dan Errin Yani Wijaya

Faculty of Economic Riau University, Pekanbaru, Indonesia

Email: gomariah_nurul32@gmail.co.id

*Analysis Stock Return, Abnormal Return and Trading Volume Activity to Merger
And Aquisition Announcement (Research Case To Company Listed In
Indonesian Stock Exchange In The Period 2010-2014)*

ABSTRACT

This study aims to known different between stock return, abnormal return, and trading volume activity before and after merger and aquisition announcement to company listed in Indonesian Stock Exchange in the period 2010-2014. In this research, it used purposive sampling method, that it take from all company listed in Indonesian Stock Exchange which is give merger and aquisition announcement as many 259 company. Based on set criteria the sample in this research are 53 company, the statistical test used is paired samples t-test on the period before and after the event. This research shows the stock return, abnormal return, and trading volume activity analysis before and after announcement of merger and aquisition shows that is not significant different.

Keyword: Merger and Aquisition, Stock Return, Abnormal Return, and Trading Volume Activity (TVA)

PENDAHULUAN

Menghadapi perdagangan bebas dunia di perlukan adanya berbagai informasi yang relevan sebagai acuan untuk melakukan transaksi di pasar modal. Keberadaan informasi di pasar modal memiliki peranan yang sangat penting dalam mempengaruhi segala bentuk transaksi perdagangan. Kegiatan transaksi perdagangan merupakan mekanisme yang memungkinkan penawaran dan permintaan dana, melakukan transaksi penjualan dan pembelian sekuritas.

Sebagai tempat yang mempertemukan investor dengan perusahaan yang memerlukan dana. Pasar modal dijadikan sebagai sarana investasi yang melibatkan seluruh potensi masyarakat. Di pasar modal investor dapat mengetahui secara efisien mengenai perusahaan dimana mereka melakukan investasi atau akan melakukan investasi. Sebab dalam prakteknya, pasar modal mewajibkan adanya transparansi mengenai keadaan perusahaan yang berupa catatan atas laporan keuangan

emiten, kewajiban keterbukaan informasi dari emiten, dan informasi atas tindakan korporasi emiten yang listing di pasar modal.

Perusahaan yang sedang mengalami pertumbuhan atau ingin memperluas usahanya dapat membangun perusahaan lain ataupun dengan cara membeli perusahaan lain dengan melakukan merger atau akuisisi (**Sartono, 2001:365**). Merger dan akuisisi dilakukan untuk menggabungkan sumber daya yang dimiliki oleh perusahaan, baik sumber daya manusia maupun sumber daya modal. Penggabungan sumber daya ini diharapkan menghasilkan sinergi yang baik yaitu bisa berupa manajemen perusahaan yang kuat untuk beroperasi lebih ekonomis, untuk menciptakan pertumbuhan yang lebih cepat, dan pemanfaatan penghematan pajak (**Husnan, 2006: 396**).

Merger adalah penggabungan dua atau lebih perusahaan dengan hanya satu perusahaan tetap beroperasi. Maksudnya, perusahaan yang melakukan merger akan menggabungkan dirinya dalam satu perusahaan dan perusahaan yang menjadi target merger diberhentikan. Akuisisi adalah didefinisikan sebagai pembelian seluruh atau sebagian kepemilikan suatu perusahaan, baik dengan akuisisi saham yaitu pembelian saham perusahaan dengan hak voting terhadap kas, saham, dan sekuritas lain diperusahaan, juga akuisisi asset yaitu membeli sebagian atau seluruh asset perusahaan yang diakuisisi. (**Hanafi, 2004:662**)

Pengumuman merger dan akuisisi di pasar modal merupakan salah satu jenis informasi yang dipublikasikan oleh perusahaan emiten. Suatu pasar akan bereaksi apabila didalam pengumuman ter-

sebut memiliki kandungan informasi. Adanya aktivitas merger dan akuisisi yang diharapkan dapat meningkatkan kesehatan perusahaan, memberikan sinyal bagi investor untuk menanamkan sahamnya pada perusahaan tersebut dengan harapan investor. Reaksi pasar modal terhadap kandungan informasi dalam suatu peristiwa dapat diukur dengan menggunakan *return* sebagai nilai perubahan harga atau dengan menggunakan *abnormal return* yang merupakan selisih antara return aktual dengan return yang diharapkan oleh investor.

Tabel 1
Data Perusahaan yang Memerger dan Mengakuisisi pada Tahun 2010-2013

No	Tahun	Perusahaan Yang Melakukan Merger Dan Akuisisi	Perusahaan yang Terdaftar di BEI	Persentase
1	2010	3	413	0.73%
2	2011	46	428	10.8%
3	2012	82	450	18.2%
4	2013	69	487	14.2%
5	2014	59	510	11.6%

Sumber: Komisi Pengawas Persaingan Usaha (KPPU), 2014

Dari data pada tabel 1 diatas dapat dilihat bahwa adanya kenaikan dan penurunan perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi setiap tahunnya. Pada tahun 2010 persentase terjadinya merger dan akuisisi sebesar 0.73%, sedangkan pada tahun berikutnya yaitu 2011 terjadi peningkatan yang cukup pesat hingga mencapai 10.05% atau sebesar 10.03% dari perusahaan yang

terdaftar di Bursa Efek Indonesia, kemudian pada tahun berikutnya yaitu 2013 mengalami penurunan kembali hingga 14.17% atau sebesar 4.05% dari tahun sebelumnya yaitu 2012. Persentase perusahaan merger dan akuisisi setiap tahun yang mengalami kenaikan dan penurunan memberikan gambaran adanya manfaat atau pengaruh secara langsung terhadap keadaan perusahaan. Peningkatan perusahaan yang mengalami merger bisa terjadi akibat banyaknya perusahaan yang ingin meningkatkan kinerja perusahaan mereka baik dalam segi profitabilitas perusahaan maupun peningkatan harga saham perusahaan. Manfaat yang bisa diterima oleh perusahaan bisa berupa peningkatan volume perdagangan saham akibat adanya kandungan informasi yang diterima investor dan menjadi faktor utama dalam menentukan *return* yang akan diterima oleh perusahaan.

Pengujian adanya *return abnormal* dari merger dan akuisisi dapat dilakukan dengan teori pasar efisien yaitu dengan *event study* yang melihat seberapa cepat harga sekuritas benar-benar bereaksi terhadap informasi yang diumumkan. Menurut **(Fama didalam William, 2005:95)** uji bentuk semi kuat atau *event study* kebanyakan menjelaskan event studi gagal menggambarkan ketidak efisienan yang cukup besar yang dapat menutup biaya transaksi. Tetapi beberapa anomali pasar telah ditemukan dimana sekuritas dengan karakteristik tertentu atau dalam periode tertentu tampaknya bisa menghasilkan imbalan hasil abnormal yang tinggi.

Kanal (2013) meneliti tentang dampak merger dan akuisisi terhadap harga saham mengenai indus-

tri berbasis BBN-etanol di Amerika Serikat. Hasil dari penelitian tersebut menggambarkan bahwa terdapat peningkatan nilai pasar perusahaan, ini ditunjukkan dalam penelitian jangka pendek juga memberikan dampak positi signifikan terhadap rata-rata abnormal return kumulatif perusahaan pengakuisisi, yang menyebabkan keuntungan positif. Strategi jangka panjang yang di teliti menghasilkan kemampuan pengelolaan perusahaan dalam hal control input atau output pasar dan peningkatan yang cukup baik dalam penurunan biaya produksi dengan menggabungkan perusahaan diberbagai tahap produksi (M&A vertical) dan meraih pangsa pasar yang lebih besar dengan menggabungkan perusahaan bersaing dalam usaha yang sama (M&A Horizontal), serta peningkatan dalam skala ekonomi yang dapat dilihat dari peningkatan harga saham perusahaan akibat sinyal baik yang didapat oleh investor.

Suryanto (2015) didalam penelitiannya yang berjudul analisis abnormal return sebelum dan sesudah *investasi grade* Indonesia dengan menggunakan periode jendela 11 hari menghasilkan bahwa ada perbedaan signifikan abnormal return sebelum pengumuman *investment grade* dan tidak ada perbedaan rata-rata abnormal return sebelum dan sesudah pengumuman *investment grade*. Berdasarkan analisis dan hipotesis yang telah dilakukan, dapat disimpulkan bahwa peningkatan *debt rating* memberikan informasi yang baik bagi para investor untuk perusahaan masuk ke level *investment grade*. Hasil dari rata-rata abnormal return yang tidak konsisten melalui dua pengujian yang berbeda, menunjukkan bahwa peristiwa ini

tidak terlalu ditanggapi oleh pasar, karena adanya kecendrungan investor untuk menunggu dan melihat strategi. Kondisi ekonomi global yang kurang kondusif juga memberi gambaran bahwa investor masih ragu dalam mengambil keputusan investasi.

Penelitian ini dilakukan untuk mengetahui kebenaran teori *event study* terhadap tingkat return, seberapa besar *abnormal return* yang dapat dihasilkan, dan seberapa besar pengaruh informasi *event study* terhadap volume perdagangan saham di pasar modal. Penelitian ini penulis beri judul “Analisis *Return Saham, Abnormal Return Dan Trading Volume Activity Terhadap Pengumuman Merger Dan Akuisisi (Study Kasus Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2013)*”.

Berdasarkan latar belakang tersebut, maka rumusan masalah dalam penelitian ini adalah: 1) Apakah terdapat perbedaan *return* saham secara signifikan pada tanggal sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi? 2) Apakah terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi? 3) Apakah ada perbedaan volume perdagangan atau *Trading Volume Activity (TVA)* pada saat sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi?

Tujuan yang ingin dicapai dalam penelitian ini adalah; 1) Untuk menganalisis adanya perbedaan *return* saham pada tanggal sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisi; 2) Untuk menganalisis adanya perbedaan *abnormal return* pada tanggal sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisi; 3) Untuk menganalisis adanya per-

bedaan volume perdagangan atau *Trading Volume Activity (TVA)* pada saat sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi.

Adapun manfaat yang dapat diperoleh dari penelitian ini dapat dilihat dari segi akademis maupun praktis; 1) Manfaat akademis, bagi ilmu pengetahuan, diharapkan dapat member referensi dan tambahan pengetahuan mengenai informasi yang ada di pasar modal; 2) Manfaat praktis: a) Kegunaan untuk investor, Memberikan informasi mengenai *risk and return* yang akan diterima apabila melakukan investasi di pasar modal. b) Kegunaan pengelola perusahaan, dapat mengetahui karakteristik perusahaan yang diminati investor dalam menentukan objek investasinya, sehingga pengelola perusahaan dapat mempertimbangkan karakteristik yang diharapkan investor.

TINJAUAN PUSTAKA

Merger dan Akuisisi

Menurut **Husnan (2006:395)** merger merupakan penggabungan dua atau lebih perusahaan dengan hanya satu perusahaan tetap beroperasi sebagai entitas hukum. Penggabungan perusahaan tersebut dilakukan untuk memberikan sinergi yang positif didalam kegiatan perusahaan. Sinergi yang diharapkan dapat berupa *operating synergy* yang timbul akibat kombinasi dari beberapa operasi sehingga dapat menekan biaya dan menaikkan penghasilan. Sinergi lain yang dapat ditimbulkan berupa *financial synergy* yaitu penghematan dalam sumber pendanaan perusahaan.

Ross, dkk (2009:514) menyatakan terdapat tiga bentuk hukum dasar yang dapat digunakan sebuah perusahaan untuk mengambil alih perusahaan lain, yaitu:

a. Merger atau Konsolidasi

Merger adalah penggabungan perusahaan dimana yang mengambil alih mempertahankan nama dan identitasnya, dan perusahaan mendapatkan asset dan kewajiban dari perusahaan yang diambil alih. Konsolidasi adalah sama dengan merger tetapi dalam konsolidasi menjadi bagian dari perusahaan baru.

b. Akuisisi Saham

Cara kedua untuk mengambil alih perusahaan lain adalah dengan membeli saham dengan hak dari perusahaan yang akan diambil alih., dan digantikan dengan uang, saham, dan sekuritas lain. Proses akuisisi saham dilakukan dengan melakukan penawaran langsung kepada perusahaan target dengan melakukan penawaran tender.

c. Akuisisi Aset

Sebuah perusahaan dapat secara efektif mengambil alih perusahaan lain dengan membeli sebagian besar atau semua assetnya, cara ini sering disebut sebagai membeli suatu perusahaan. Akuisisi asset akan meliputi transfer nama kepada asset individual dengan menggunakan proses hukum yang dapat terkena biaya besar.

Efisiensi Pasar

Efisiensi pasar modal dapat dibedakan menjadi dua bagian yaitu pasar efisien secara operasional dan pasar efisien terhadap harga. Dalam pasar efisien secara operasionalnya, para investor dapat memilih jasa transaksi yang mencerminkan biaya nyata yang berhubungan dengan meningkatkan jasa-jasa tersebut. Efisiensi penetapan harga mengacu pada pasar dimana harga-harga pada segala waktu mencerminkan semua informasi yang tersedia dan sesuai dengan nilai sekuritas. Saat suatu pasar efisien harganya, strategi-strategi yang diikuti untuk menunjukkan indeks pasar saham yang luas cakupannya tidak akan menghasilkan pengembalian tinggi secara konsisten. (Husnan, 2009 :259)

Menurut Fama (1970) didalam Samsul (2006:270) menyatakan bahwa ada tiga tingkatan dalam pembagian efisiensi pasar yaitu: 1) Efisiensi pasar yang dikatakan lemah (*weak form*). Jika pasar efisien dalam bentuk lemah, maka nilai-nilai masa lalu tidak dapat digunakan untuk memprediksi harga sekarang; 2) Efisiensi pasar dikatakan setengah kuat (*semi strong form*) jika dalam proses jual-beli saham investor menggunakan harga masa lalu, volume masa lalu, dan semua informasi yang dipublikasikan seperti laporan keuangan, laporan tahunan, peristiwa politik, peristiwa hukum, peristiwa sosial, dan peristiwa lainnya yang dapat mempengaruhi perekonomian nasional. Kecepatan pasar bereaksi terhadap pengumuman akan memberikan *abnormal return* bagi investor dan akan membentuk harga keseimbangan yang baru; 3) Efisiensi jika investor

menggunakan data yang lebih lengkap yaitu harga masa lalu, volume masa lalu, informasi yang dipublikasikan, dan informasi privat yang tidak dipublikasikan secara umum. Pasar efisien bentuk kuat ini tidak ada investor yang dapat memperoleh *abnormal return* karena memiliki informasi privat.

Teori Sinyal dan Asimetri Informasi

Menurut (Hanafi, 2004:314) konsep signaling dan asimetri informasi berkaitan erat. Teori asimetri informasi mengatakan bahwa pihak-pihak yang berkaitan dengan perusahaan tidak mempunyai informasi yang sama mengenai prospek dan resiko perusahaan. Pihak tertentu mempunyai informasi yang lebih baik di bandingkan pihak lainnya. Manajer bias mempunyai informasi yang lebih dibandingkan dengan pihak luar (investor). Karena itu dapat dikatakan asimetri informasi antar manajer dan investor. Investor yang mempunyai informasi yang lebih sedikit, akan berusaha menginterpretasikan perilaku manajer, dengan kata lain perilaku manajer termasuk dalam menentukan kegiatan perusahaan bias dianggap sebagai sinyal oleh pihak luar (investor) untuk melihat prospek perusahaan.

Teori sinyal mempunyai asumsi utama bahwa manajemen mempunyai informasi yang akurat tentang nilai perusahaan yang tidak diketahui oleh investor luar dan manajemen adalah orang yang selalu berusaha memaksimalkan insentif yang diharapkan, artinya manajemen umumnya mempunyai informasi yang lebih lengkap mengenai faktor-

faktor yang dapat berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Jika manajemen tidak sepenuhnya menyampaikan seluruh informasi tentang nilai perusahaan ke pasar modal, maka ketika manajemen menyampaikan suatu informasi ke pasar, umumnya pasar akan bereaksi terhadap informasi tersebut sebagai sinyal. **Brealy (2007:187)**

Asimetri informasi adalah informasi privat yang hanya dimiliki oleh investor-investor yang mendapatkan informasi saja. Kondisi ini menunjukkan sebagian investor mempunyai informasi dan sebagian lagi tidak. Asimetri informasi dapat terjadi dipasar modal dan dapat merugikan emiten yang menawarkan sekuritas yang berkualitas. Hal ini menyebabkan emiten tersebut secara suka rela mengungkapkan semua yang mereka miliki sehubungan dengan sekuritas tersebut untuk mengurangi asimetri tersebut. Informasi privat yang disebarluaskan ke publik secara resmi melalui pengumuman oleh perusahaan emiten untuk menghindari informasi yang tidak simetris. **Jogianto (2010:516)**

Teori Keagenan

Hanafi (2004:310) menyatakan bahwa biaya dari peningkatan hutang adalah biaya keagenan (*agency cost of debt*), biaya yang diperoleh untuk melakukan kegiatan tersebut bisa berasal dari utang yang dilakukan perusahaan. Teori keagenan menyatakan bahwa diperusahaan terjadi konflik antar pihak-pihak yang terlibat, seperti pihak pemegang utang versus pemegang saham. Konflik yang dapat timbul dari penggunaan utang yang tinggi akan semakin meningkat, karena potensi

kerugian yang dialami oleh perusahaan yang berutang. Dalam situasi tersebut, perusahaan yang berhutang akan semakin meningkatkan pengawasan (*monitoring*) terhadap perusahaan yang dapat menambah biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan. Dimana penggunaan utang yang tinggi bisa menyebabkan tingginya beban bunga yang harus dibayarkan.

Menurut **Brigham & Houston (2006:21)** para manajer yang diberi kekuasaan oleh pemilik perusahaan, yaitu pemegang saham untuk membuat keputusan dalam hal ini menciptakan potensi konflik kepentingan (*agency theory*). Masalah keagenan (*agency problem*) menurut **Husnan (2006:10)** muncul dalam dua bentuk, yaitu antar pemilik perusahaan (*principalis*) dengan pihak manajemen (*agent*), dan diantara pemegang saham dengan pemegang obligasi. *Agency problem* ini dapat terjadi apabila adanya tujuan normatif dalam pengambilan keputusan keuangan yang menyatakan bahwa keputusan diambil untuk memaksimalkan kemakmuran pemilik perusahaan.

Return Saham

Surat saham adalah dokumen yang menjadi bukti kepemilikan suatu perusahaan. Jika perusahaan memperoleh keuntungan, maka setiap pemegang saham berhak atas bagian laba yang dibagikan atau deviden sesuai dengan proporsi kepemilikannya. Saham dapat pula diperjual belikan, harga jual saham dapat berbeda dari harga belinya, sehingga ada potensi keuntungan (*return*) dan kerugian dari transaksi jual beli saham. *Return* saham terdiri dari

capital gain dan *dividen yield*. *Capital gain* adalah selisih antara harga jual dengan harga beli saham per lembar dibagi dengan harga beli, dan *dividen yield* adalah deviden per lembar dibagi dengan harga beli saham per lembar.

Tujuan para investor membeli saham adalah untuk memperoleh return yang diharapkan, jika prospek perusahaan membaik, maka harga saham tersebut meningkat. Naiknya harga saham tersebut maka diharapkan return saham juga akan mengalami kenaikan. (**Jogianto, 2010:206**).

$$R_{it} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Dimana : R_{it} = *return* saham *i* pada periode *t*; P_{it} = harga saham *i* pada periode *t*; P_{it-1} = harga saham *i* pada periode *t-1*.

Selain menghitung return yang diharapkan, sebaiknya melakukan perhitungan return pasar saham yang dikenal dengan istilah Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) meliputi pergerakan-pergerakan harga saham untuk seluruh saham yang tergabung didalam bursa efek. Menurut **Jogianto (2010)** Nilai dasar dari IHSG selalu disesuaikan untuk kejadian seperti *IPO*, *right issue*, *partial/company listing*, konversi dari *warrant* dan *delisting* (mengundurkan diri). *Return* pasar dapat diketahui dengan menggunakan rumus :

$$Rm_t = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

Dimana, Rm_t = *Return* Pasar; IHSG = Indeks Harga Saham Gabungan Pada Periode *t*; $IHSG_{t-1}$ =

Indeks Harga Saham Gabungan Pada Periode t-1.

Abnormal Return

Abnormal return adalah selisih antara *return* aktual dan *return* yang diharapkan (*expected return*) yang dapat terjadi sebelum informasi resmi diterbitkan atau telah terjadi kebocoran informasi (*leakage of informasi*) sesudah informasi diterbitkan. *Abnormal return* terjadi setiap hari pada setiap jenis saham, karena terjadi setiap hari maka perhitungannya juga dilakukan secara harian, maka dalam suatu *event windows period* dapat diketahui *abnormal return* tertinggi atau terendah, dan dapat juga diketahui pada hari seberapa reksi paling kuat terjadi pada masing-masing jenis saham. *Abnormal return* menunjukkan bias *return* yang diperoleh investor. Bias *return* yang diperoleh dengan membandingkan *return* yang didapat dan ekspektasi *return*nya atau $E(R_i)$. (William, dkk, 2005:88)

$$AR_{it} = R_{it} - E(R)_i$$

Dimana, AR_{it} = *Abnormal return* pada periode t; R_{it} = *Return* yang didapatkan pada periode t; $E(R)_i$ = *Return* yang diharapkan.

Trading Volume Activity (TVA)

Tingkat likuiditas saham sebuah perusahaan dapat dicerminkan melalui aktivitas volume perdagangan saham, sebab semakin banyak volume perdagangan saham maka akan semakin banyak pula modal yang dihasilkan perusahaan. Menurut Asnawi (2005:83) informasi merupakan salah satu bahan

utama untuk melakukan investasi. Informasi dapat mempengaruhi volume perdagangan (perubahan harga). Besarnya pengaruh ini dapat diperhatikan pada besar varian *return* saham, semakin tinggi nilai TVA sebuah saham mempunyai makna bahwa suatu saham dapat dijual dengan mudah karena banyak yang tersedia membeli saham tersebut, sehingga saham tersebut mudah dikonversikan menjadi uang kas. Perhitungan TVA dilakukan dengan rumus :

$$TVA = \frac{\text{saham perusahaan yang diperdagangkan pada waktu}_t}{\text{saham perusahaan yang beredar pada waktu}_t}$$

Kerangka Pemikiran

Kerangka pemikiran pada penelitian ini mengacu pada pengumuman perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi selama periode penelitian yaitu 2010-2013, dimana penelitian ini dilakukan dengan menggunakan teori event study untuk melihat sejauh mana reaksi pasar saham yang terjadi apabila suatu informasi dipublikasikan oleh perusahaan maupun peristiwa politik dan sosial yang terjadi.

Pengaruh *return* saham sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi

Rusnanda (2013) mengatakan tujuan investor membeli saham adalah untuk memperoleh *return* yang diharapkan, jika prospek perusahaan membaik, maka harga saham terus meningkat. Naiknya harga saham tersebut diharapkan *return* saham juga akan mengalami

kenaikan. Hasil penelitian Yanti (2011) memberikan gambaran bahwa terdapat dampak return saham negative setelah pengumuman right issue, hal ini menunjukkan bahwa pengumuman tersebut tidak mengan dung informasi bagi pasar.

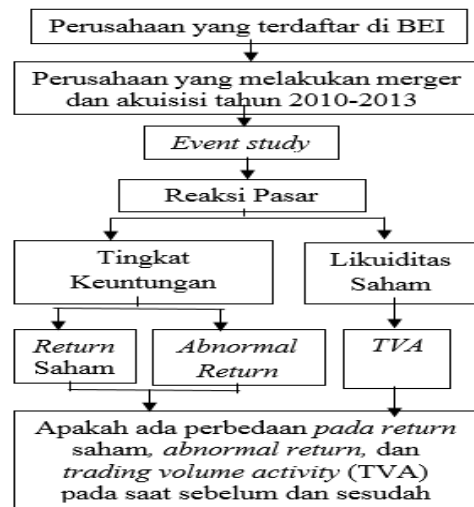
Pengaruh *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi

Abnormal return terjadi setiap hari pada setiap jenis saham, karena terjadi setiap hari maka perhitungan *abnormal return* juga dilakukan secara harian. Menurut Samsul (2011:276) karena dihitung secara harian, maka dalam suatu *windows period* dapat diketahui *abnormal return* tertinggi atau terendah, dan dapat juga diketahui pada hari keberapa reaksi paling kuat terjadi pada masing-masing jenis saham.

Pengaruh *Trading Volume Activity* sebelum dan sesudah merger dan akuisisi

Trading Volume Activity (TVA) merupakan suatu instrumen yang dapat digunakan untuk melihat reaksi pasar terhadap suatu informasi melalui parameter pergerakan aktivitas volume perdagangan di pasar modal. Menurut Husnan (2009:345) volume perdagangan saham merupakan bagian dari analisis teknikal. Kegiatan perdagangan dalam volume tinggi di suatu bursa ditafsirkan sebagai tanda pasar akan membaik, peningkatan volume perdagangan biasanya dibarengi dengan peningkatan harga saham.

Gambar 1
Model Penelitian



Hipotesis

- H₁ : Terdapat perbedaan signifikan antara *return* saham sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi.
- H₂ : Terdapat perbedaan signifikan antara *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi.
- H₃ : Terdapat perbedaan signifikan antara *Trading Volume Activity* sebelum dan sesudah merger dan akuisisi.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini dilakukan pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun pengamatan 2010-2014. Data yang digunakan adalah data sekunder berupa harga saham harian dan transaksi perdagangan saham. Populasi yang menjadi pengamatan penulis adalah seluruh perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi di Bursa Efek Indonesia tahun 2010-2014 yaitu sebanyak 259 perusahaan. Teknik pe-

ngambilan sampel menggunakan *purposive sampling*. Hasil penentuan kriteria didapatkan 53 perusahaan yang menjadi sampel penelitian.

Teknik Analisis Data

Alat Uji

- Uji Normalitas
- Uji *Paired Sample T-Tests*

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Tabel 2
Statistik Deskriptif

	N	Min	Max	Mean
R. Sesudah	53	-.0119	.0442	.002342
R. Sebelum	53	-.0365	.0450	.004908
AR. Sesudah	53	-.0825	.0219	-.001526
AR. sebelum	53	-.0196	.0421	-.000670
TVA. sesudah	53	-.0011	0.0215	.001771
TVA. sebelum	53	-.0005	0.0115	.001500

Sumber: Olahan Data SPSS 17, 2015

Hasil pengujian statistik deskriptif pada tabel 2 untuk variabel *return* saham menunjukkan bahwa nilai mean (rata-rata) sesudah pengumuman merger dan akuisisi sebesar 0.002342 lebih rendah dibandingkan sebelum melakukan merger dan akuisisi yaitu 0.004908. Hasil ini menunjukkan bahwa *return* yang diperoleh oleh perusahaan mengalami penurunan pada saat pengumuman merger dan akuisisi, ini bisa terjadi akibat adanya konflik didalam manajemen perusahaan dengan timbulnya penggabungan perusahaan yang menyebabkan penurunan harga saham perusahaan.

Hasil pengolahan statistic deskrtive untuk variable *abnormal return* pada table 2 menunjukan nilai mean sesudah pengumuman merger dan akusisi sebesar -0.001526 dan sebelum pengumuman merger dan akusisi sebesar -0.000670 artinya pengumuman merger dan akuisisi tidak meningkatkan nilai *abnormal return* yang diterima oleh perusahaan pada periode sesudah pengumuman. Hal ini terjadi akibat pasar tidak merespon positif terhadap pengumuman yang dilakukan oleh perusahaan, sehingga harga pasar saham yang dalam hal ini dijadikan sebagai acuan untuk menghitung *abnormal return* tidak berubah kearah yang positif.

Statistic descriptive untuk variable *trading volume activity* yang ditunjukkan oleh table 2 diatas menunjukkan nilai mean (rata-rata) pada saat sesudah melakukan pengumuman merger dan akuisisi sebesar 0.001771 dan sebelum pengumuman sebesar 0.001500. Hasil ini menunjukkan bahwa secara deskriptif kenaikan yang kecil pada volume perdagangan saham terjadi akibat investor belum bisa berspekulasi terhadap prospek perusahaan kedepan, apakah dengan melakukan merger atau akuisisi akan menambah nilai perusahaan dan tingkat likuiditas saham.

Uji Normalitas

Hasil uji normalitas dengan menggunakan uji *Kolmogorov-Smirnov Test* memperlihatkan semua data penelitian terdistribusi normal dengan menunjukkan hasil asymptotic significance yang lebih besar dari 0,05. Maka data ini dapat digunakan

untuk uji hipotesis dengan *paired sample t-test*.

Uji Hipotesis

Table 3
Uji Paired Sample T-Test

		T hitung	Sig. (2 tailed)
R.sesudah R.sebelum	-	-1.006	.319
AR.sesudah AR.sebelum	-	-.382	.704
TVA.sesudah TVA.sebelum	-	1.023	.311

Sumber: Olahan Data SPSS 17, 2015

Pembahasan

Pengujian Hipotesis Pada *Return Saham Perusahaan Sebelum Dan Sesudah Pengumuman Merger Dan Akuisisi*

Hasil penelitian yang dilakukan menunjukkan bahwa pengumuman merger dan akuisisi yang dilakukan oleh perusahaan tidak dapat memberikan *return* yang berbeda antara sebelum dan setelah pengumuman merger dan akuisisi. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh **Harijono (2009)** memperoleh hasil tidak ada perbedaan signifikan *return* saham pada periode pengamatan diseperti pengumuman merger dan akuisisi. **Yanti (2011)** juga memperoleh hasil yang sama mengenai *return* saham yang tidak ada perbedaan signifikan antara sebelum dan sesudah pengumuman *right issue*

Hal ini menunjukkan bahwa peristiwa pengumuman merger dan akuisisi tidak diminati investor dan peristiwa merger dan akuisisi tidak memberikan peningkatan harga sa-

ham secara cepat yang berakibat pendapatan (*return*) yang dihasilkan tidak berbeda jauh antara sebelum dan setelah pengumuman dilakukan. Tidak adanya kenaikan harga saham yang terjadi pada perusahaan bisa terjadi akibat adanya konflik antar manajemen yang melakukan merger dan akuisisi. Sebagaimana dalam teori keagenan menurut **Hanafi (2004:309)** menyatakan bahwa konflik yang terjadi antar perusahaan bisa saja terjadi akibat adanya biaya yang ditimbulkan dari kegiatan merger ataupun akuisisi yang dilakukan, biaya yang diperoleh untuk melakukan kegiatan tersebut bisa berasal dari utang yang dilakukan perusahaan. Dimana penggunaan utang yang tinggi bisa menyebabkan tingginya beban bunga yang harus dibayarkan. Konflik yang dapat timbul dari penggunaan utang yang tinggi akan semakin meningkat, karena potensi kerugian yang dialami oleh perusahaan yang berhutang. Dalam situasi tersebut, perusahaan yang berhutang akan semakin meningkatkan pengawasan (*moni-toring*) terhadap perusahaan yang dapat menambah biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan. Keagenan konflik ini dapat memicu ketidak stabilan dalam melakukan kegiatan perusahaan dan menyebabkan harga per lembar saham sulit untuk naik dan mempengaruhi *return* yang akan diterima oleh investor.

Menurut **Brigham & Houston (2006:21)** para manajer yang diberi kekuasaan oleh pemilik perusahaan, yaitu pemegang saham untuk membuat keputusan dalam hal ini menciptakan potensi konflik kepentingan (*agency theory*). Masalah keagenan (*agency problem*) menurut **Husnan (2006:10)** muncul dalam dua bentuk, yaitu antar

pemilik perusahaan (*principalis*) dengan pihak manajemen (*agent*), dan diantara pemegang saham dengan pemegang obligasi. *Agency problem* ini dapat terjadi apabila adanya tujuan normatif dalam pengambilan keputusan keuangan yang menyatakan bahwa keputusan diambil untuk memaksimalkan kemakmuran pemilik perusahaan (dalam hal ini perusahaan yang merger atau mengakuisisi).

Pengujian Hipotesis Pada *Abnormal Return* Perusahaan Sebelum Dan Sesudah Pengumuman Merger Dan Akuisisi

Penelitian yang dilakukan untuk variabel *abnormal return* terhadap pengumuman merger dan akuisisi tidak memperlihatkan perbedaan yang signifikan antar sebelum dan sesudah pengumuman yang dilakukan. Hasil ini sesuai dengan penelitian terdahulu yang kebanyakan gagal menganalisis adanya pengaruh informasi terhadap *abnormal return* perusahaan, salah satu penelitian yang dilakukan **Bagus (2015), Rusnanda (2013), Putra (2015), Yanti (2011)** dan **Harijono (2009)**

Hasil ini dapat menggambarkan bahwa ekspektasi investor terhadap harga saham tidak berbeda jauh antara sebelum dan sesudah peristiwa yang diumumkan kepada investor dan tidak menyebabkan pengaruh terhadap *abnormal return* yang diterima, sehingga investor kurang tertarik melakukan investasi disepanjang peristiwa pengumuman. Selain itu ekspektasi terhadap pasar efisien juga tidak dapat dibuktikan, dimana pasar efisien menyatakan bahwa Efisiensi penetapan harga mengacu pada pasar dimana harga-

harga pada segala waktu mencerminkan semua informasi yang tersedia dan sesuai dengan nilai sekuritas. Saat suatu pasar efisien harganya, strategi-strategi yang diikuti untuk menunjukkan indeks pasar saham yang luas cakupannya tidak akan menghasilkan pengembalian tinggi secara konsisten. (**Husnan, 2009:259**). Menurut **Hanafi (2004: 387)** jika pasar efisien, maka harga mencerminkan semua informasi yang relevan, terutama informasi dimasa yang akan datang. Nilai sekuritas (suatu harga), seperti saham atau obligasi, ditentukan oleh aliran kas yang akan diterima investor dimasa mendatang, dengan demikian masa mendatang merupakan elemen penting dalam penentuan harga sekuritas. Keadaan pasar yang efisien akan memberikan gambaran bahwa pelaku pasar mencoba mengantisipasi situasi dimasa mendatang dengan mengharapkan keuntungan lebih.

Menurut **Jogianto (2010: 519)** pasar tidak efisien menunjukkan indikasi adanya distribusi informasi yang belum simetris (asimetri informasi) yaitu hanya beberapa orang saja yang mendapatkan informasi yang bersangkutan. Akibatnya, kelompok investor yang mendapatkan informasi ini dapat menikmati *return* tidak normal. Karena adanya asimetrik informasi, harga yang terjadi belum mencapai *ekuilibrium* (keseimbangan). Karena keseimbangan harga dapat terjadi apabila semua investor mendapatkan informasi yang sama pada saat yang bersamaan.

Pengujian Hipotesis Pada *Trading Volume Activity (TVA)* Perusahaan Sebelum Dan Sesudah Pengumuman Merger Dan Akuisisi

Hasil penelitian selama pengumuman pada variabel *trading volume activity* memberikan hasil bahwa tidak terjadi perbedaan volume perdagangan saham .sesudah maupun sebelum pengumuman merger dan akuisisi. Hasil yang diperoleh sesuai dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Putra (2015), Yanti (2011), Harijono (2009) dan Ratnawati (2009).

Penelitian ini dapat dikaitkan dengan teori sinyal, dimana teori sinyal mempunyai asumsi bahwa ketika manajemen perusahaan menyampaikan suatu informasi kepasar dan jika pasar menggap berita tersebut baik (*good news*) maka pasar akan bereaksi terhadap informasi tersebut sebagai sinyal, begitu juga sebaliknya apabila berita dianggap buruk (*bad news*) maka tidak akan terjadi reaksi pasar terhadap informasi yang di publikasikan Brealy (2007:184). Informasi ini dapat memberikan pengaruh terhadap volume perdagangan saham, apabila informasi yang di umumkan oleh perusahaan dianggap informasi yang baik (*good news*) maka terjadi peningkatan transaksi perdagangan saham, begitu juga sebaliknya. Husnan (2009: 345) menyatakan bahwa kegiatan perdagangan saham dalam volume tinggi disuatu bursa ditafsirkan sebagai tanda pasar akan membaik, dimana peningkatan volume perdagangan biasanya di barengi dengan peningkatan harga saham dan menunjukan kondisi yang baik (*bullish*), begitu juga sebaliknya kegiatan perdagangan saham yang

kecil ditafsirkan sebagai tanda pasar kurang baik, dan tidak menyebabkan peningkatan harga saham perusahaan.

Ross (2009:525) menyatakan bahwa satu alasan penting untuk melakukan akuisisi adalah perusahaan gabungan akan menghasilkan pendapatan yang lebih besar dibandingkan dengan dua perusahaan terpisah. Peningkatan dalam pendapatan bisa didapatkan dari pemasaran (*marketing gains*), manfaat strategis (*strategik benefit*), dan peningkatan dalam kekuatan pasar yang dalam hal ini mengenai jumlah saham yang diperdagangkan. Hasil penelitian ini tidak dapat menggambarkan adanya peningkatan jumlah saham yang diperdagangkan setelah melakukan merger dan akuisisi.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Hasil penelitian ini memperoleh kesimpulan bahwa:

1. Hasil pengujian *return* saham terhadap pengumuman merger dan akuisisi tidak terdapat perbedaan antara *return* sebelum dan *return* sesudah merger dan akuisisi. Penelitian ini muncul dengan dugaan bahwa pengumuman merger dan akuisisi memunculkan biaya keagenan yang tidak menyebabkan harga saham meningkat.
2. Hasil uji *abnormal return* terhadap pengumuman merger dan akuisisi tidak terdapat perbedaan antara *abnormal return* sebelum dan *abnormal return* setelah pengumuman merger dan akuisisi. Penelitian ini mem-

berikan asumsi bahwa informasi yang diterbitkan tidak cukup meyakinkan investor untuk melakukan pembelian atau penjualan saham.

3. Hasil uji *trading volume activity* terhadap pengumuman merger dan akuisisi pada periode jangka pendek tidak terdapat perbedaan antara *trading volume activity* sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi. Sedangkan untuk periode jangka panjang terdapat perbedaan antara *trading volume activity* sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi. Penelitian ini menggambarkan pengumuman merger dan akuisisi tidak memiliki sinergi yang positif terhadap likuiditas saham perusahaan.

Saran

Adapun saran yang diberikan oleh peneliti adalah bagi investor dapat dijadikan pertimbangan untuk melakukan kegiatan perusahaan, dan penelitian selanjutnya dapat menambah variabel dan model penelitian lain.

DAFTAR PUSTAKA

Asnawai, Said Kelana dan Chandra Wijaya. 2005. *Riset Keuangan Penujian-pengujian Empiris*. Jakarta: Gramedia Pustaka.

Bagus Gede Dananjaya, Ida dan Ni Luh Putu Wiagustini. 2014. *Studi Komparatif Abnormal Return Sebelum Dan Sesudah Merger Pada Perusahaan Di BEI*. E-Jurnal Manajemen

Unud, Vol. 4, No. 4, 2015: 1085-1099.

Brealy, Mayer dan Marcus. 2007. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan Perusahaan*. Edisi 5. Jakarta: Erlangga.

Brigham, Houston. 2006. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Edisi 5. Buku 2. Jakarta: Salemba Empat.

Damayanti, Ni Luh, dkk. 2014. *Analisis Pengaruh Pemecahan Saham (Stock Split) Terhadap Tingkat Keuntungan (Return) Saham Dan Likuiditas Saham (Studi Pada Perusahaan Yang Go Public Di Bursa Efek Indonesia Periode 2008-2013)*

Hanafi, Mamduh. 2004. *Manajemen Keuangan*. Edisi 1. Yogyakarta: BPFE.

Husnan, Suad dan Enny Pujiastuti. 2006. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. UPP STIM : YKPN.

Husnan, Suad. 2009. *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi 4. Yogyakarta: STIM YKPN.

Jogianto, Hartono. 2010. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi 7. Yogyakarta: BPFE.

Khanal, Aditya. R, dkk. 2014. *Impact of Merger and Acquisitions on Stock Price: Te U.S. Ethanol- based Biofuel Industry*. Biomass and Bioenergy 61 (2014) 138-145.

- Putra Pratama, Andika, Saryadi, Sendhang Nurseto. 2015. *Analisis Perbedaan Harga Saham, Volume Perdagangan Saham, Return Saham Sebelum Dan Sesudah Informasi Rencana Akuisisi PT. Bank Tabungan Negara (Persero) Tbk. OLEH PT. Bank Mandiri (Persero) Tbk.* Jurusan Administrasi Bisnis Universitas Diponegoro.
- Harijono Aritonang, Slamet. 2009. *Analisis return, abnormal return, aktivitas volume perdagangan atas pengumuman merger dan akuisisi (studi kasus pada perusahaan yang listed di BEJ tahun 2000-2002).* WACANA vol. 12 No. 4 Oktober 2009.
- Ratnawati. 2009. *Analisa Dampak Pengumuman Dividen Terhadap Return, Variabilitas Tingkat Keuntungan Dan Aktivitas Volume Perdagangan Saham (Studi Peristiwa pada Perusahaan Manufaktur di BEJ).* WACANA Vol. 12 No. 4 Oktober 2009 : FEUB.
- Rusnanda, Eliya Wahyu dan Pardi. 2013. *Analisa Pengaruh Pengumuman Merger Dan Akuisisi Terhadap Abnormal Return Saham Bank Umum Di Bursa Efek Indonesia.* Graduasi Vol. 29 Edisi Maret 2013.
- Samsul, Mohamad. 2006. *Pasar Modal dan Manajemen Portofolio.* Jakarta: Erlangga.
- Sakti, Oktaviana Paramita. 2013. *Analisis Pengaruh Stock Splitterhadap Abnormal Return Dan Volume Perdagangan Saham Pada Perusahaan Bertumbuh Dan Tidak Bertumbuh (Studi Kasus Pada Bursa Efek Indonesia 2008-2012).* Skripsi. Fakultas Ekonomika Dan Bisnis Universitas Diponegoro: Semarang.
- Sartono, Agus. 2010. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi.* Edisi 4. BPFE: Yogyakarta.
- Suryanto. 2015. *Analysis Of Abnormal Return Before And After The Announcement Of Investment Grade Indonesia.* International Journal of Business and Management Review Vol.3,No.1,pp.11-23, January 2015
- Yanti, Yuli. 2011. *Dampak Pengumuman Right Issue Terhadap Reaksi Pasar Pada Perusahaan Listing Di Bursa Efek Indonesia Periode 2006-2009.* Skripsi. Universitas Islam Negeri Syarif Hidayatullah: Jakarta.
- William, dkk. 1995. *Investasi.* ISBN 979-683-158-9